المحور: الهندسة المالية الإسلامية

مداخلة بعنوان:

الهندسة المالية الإسلامية: سوق رأس المال المخاطر

أ.د محمد براق   أ. محمد الشريف بن زواي

المدرسة العليا للتجارة

الملخص

يتم من خلال هذه الورقة البحثية، فحص دور الهندسة المالية في تصميم عقود واستراتيجيات مالية مبتكرة، تسمح لسوق رأس المال المخاطر بالتطور والاستمرارية، كما تحاول هذه الورقة البحثية تحديد الدور المنتظر من رأس المال المخاطر الإسلامي، عند قيام الحكومة بهندسة سوق رأس مال مخاطر، من خلال تحليل نموذج سوق رأس المال المخاطر بالولايات المتحدة الأمريكية، والتجربة الناجحة للحكومة التايوانية في هندسة سوق رأس مال مخاطر، تم التوصل من خلال الدراسة إلى أنه بإمكان رأس المال المخاطر الإسلامي أن يكون مصدر لتمويل المؤسسات الجديدة، والمؤسسات التي تنشط في القطاع التكنولوجي.

Abstract

In this paper, we are examining the role of the financial engineering in the design of an innovative financial contracts and strategies, which permit the development and the continuance of the venture capital market, this paper is trying to identify the expected role of the Islamic venture capital, when the government comes to engineer a venture capital market, through, the analyses of the USA venture capital market model, and the successful experience of Taiwan government, in engineering venture capital market, the study found that Islamic venture capital could be a source of financing to the start-up, and new technology firms in the Islamic countries.

الهندسة المالية الإسلامية: سوق رأس المال المخاطر

المقدمة

تؤدي المؤسسات الصغيرة والمتوسطة دور متزايد الأهمية في البلدان المتطورة وغيرها، إذ تعمل أغلب الحكومات على إنشاء وتطوير هذه المؤسسات التي تعد بمثابة محرك للنمو الاقتصادي، غير أن إسهامات المؤسسات الصغيرة والمتوسطة مرتبطة بإمكانية حصول هذه الأخيرة على التمويل اللازم.

تشير معظم الدراسات النظرية والإحصائية إلى أن المؤسسات تفضل تمويل نموها داخليا من خلال إعادة استثمار أرباحها، لأنه أقل تكلفة مقارنة بالبحث عن مصدر تمويل خارجي والذي يبقى الحل الوحيد أمام المؤسسات الاقتصادية التي تمويلها الداخلي غير كافي، وإمكانية حصول المؤسسة على التمويل اللازم من مختلف المصادر يعتمد بدرجة أولى على درجة عدم تماثل المعلومات التي يواجهها المستثمرون وقدرتهم على التقليل منها، ويشير عدم تماثل المعلومات إلى حقيقة أن المقاول يملك معلومات أكثر حول المشروع مقارنة بالممول، حيث عدم تماثل المعلومات يمثل خطرًا وتكلفة بالنسبة له، كما يفسر عدم تماثل المعلومات تفضيل المؤسسات للتمويل الداخلي على التمويل الخارجي.

هناك مصادر مختلفة للتمويل عن طريق الديون أشهرها البنوك التجارية، لكن لا يمكن لأغلب المؤسسات الصغيرة والمتوسطة الحصول على قروض بنكية لعدم امتلاكها للضمانات المطلوبة إضافة إلى ارتفاع المخاطرة في القطاع الذي تنشط فيه؛ ويظهر أنه بإمكان عدد قليل من المؤسسات الاقتصادية ضمان حاجاتها التمويلية عن طريق أكثر من مصدر تمويل، فالبنوك تفضل تقديم التمويل للمؤسسات الكبرى التي تملك أصولاً كثيرة، وتفضل المؤسسات الصغيرة أكثر الحصول على التمويل من المستثمرين الخواص، في حين يبقى أمام المقاول التخلي عن جزء من ملكيته للمؤسسة لصاحب رأس المال المخاطر، مقابل الحصول على التمويل اللازم، فضلا عن العائدات التي تأتي من الأرباح السنوية.

رغم أهمية البنوك كمصدر لتمويل المؤسسات الجديدة، يبدو أنها أبطأ من رؤوس الأموال المخاطرة في تلبية الحاجات التمويلية لهذه المؤسسات، إضافة إلى أنها تعتبر مستثمرًا غير فعال

نسبيا مقارنة بما يقدمه التمويل عن طريق رأس المال المخاطر من مدخلات إدارية للمؤسسة، فضلا عن فاعليته في العلاقة بين المساهمين والتسيير.

تسهم سوق رأس المال المخاطر في زيادة وتطوير الصناعات التكنولوجية، وهذا ما جلب اهتمام الدول عبر العالم ودفعها لتطوير هذا النوع من التمويل، في الولايات المتحدة الأمريكية، ظهرت سوق رأس المال المخاطر وتطورت نتيجة لقوى السوق، وليس استجابة لمجهودات خاصة من قبل الحكومة لإقامة هذه السوق، لكن ليست نفس الحال بالنسبة للدول الأخرى التي تبحث عن إنشاء سوق رأس مال مخاطر، فالحكومة هي التي تقوم بهندسة ومراقبة هذه السوق والتأثير عليها من خلال سياستها، وفي هذا الإطار، يمكن عرض إشكالية هذه الورقة البحثية من خلال السؤال الموالي: **ما هو الدور المنتظر من النموذج الإسلامي لرأس المال المخاطر عند هندسة سوق رأس مال مخاطر؟**

لهذه الدراسة هدفان، الأول، يتمثل في إلقاء الضوء على دور الهندسة المالية في استحداث عقود مالية واستراتيجيات تسمح لسوق رأس المال المخاطر بالاستمرارية، وكذا تطوير محيط هذه السوق من خلال الإبداع في الجانب القانوني والجبائي، أما الهدف الثاني فيتمثل في تحليل الدور المنتظر تأديته من طرف النموذج الإسلامي للرأس المال المخاطر عند هندسة سوق رأس مال مخاطر مقارنة بمختلف النماذج.

ومن خلال هذه الورقة البحثية سيتم عرض المحاور الآتية:

- الهندسة المالية وسوق رأس المال المخاطر؛
- هندسة نموذج لسوق رأس المال المخاطر وإسهامات النموذج الإسلامي للرأس المال المخاطر؛
- متطلبات هندسة سوق رأس مال مخاطر.

المحور الأول: الهندسة المالية و سوق رأس مال المخاطر

يعرض هذا المحور الأول الهندسة المالية وعلاقتها بالمحيط السوقي، كما يقدم لمحة تاريخية عن رأس المال المخاطر، مفهومه ومؤسساته كما يوضح علاقته بمختلف النظريات المالية.

1- الهندسة المالية

يرتبط مصطلح الهندسة المالية بإيجاد حلول للمشاكل المالية وتصميم عقود مالية جديدة، من أجل تسيير أفضل للمخاطرة، فالهندسة المالية تهدف إلى تحسين العلاقة بين المؤسسة والمستثمر وضمان كفاءة النظام المالي.

1-1- تعريف الهندسة المالية

يمكن تعريف الهندسة المالية على أنها "التصميم، التطوير والتنفيذ لأدوات وآليات مالية مبتكرة، والصياغة لحلول إبداعية لمشاكل التمويل".(1)

1-2-الهندسة المالية والمحيط السوقي

من شأن الهندسة المالية تقديم أدوات مالية مبتكرة وكذا المساعدة على بناء محافظ مالية وتطوير استراتيجيات، غير أنه يمكن لهذه الأدوات المالية والتدفقات النقدية أن تتأثر بالضرائب، القوانين والضوابط وكذا العلاقات بين المساهمين.[2]

للضرائب أثر كبير على عائدات المستثمرين وبالتالي على قرارات الاستثمار، فإذا كان من الممكن تطبيق سياسة ضريبية على مستوى سوق معينة دون ظهور تشوهات عليها، فمن المعقول أن تستمر هذه السوق لمدة أطول مقارنة بغياب سياسة ضريبية،[3] إضافة إلى أنه يمكن استعمال عدة أنواع من الضرائب لعدة أغراض، سواء لأنه ينظر لها كمصدر دخل هام، أو لتوجيه بعض السلوكيات على مستوى السوق، وأيضا مدى مساهمتها في زيادة الفرص الاستثمارية على مستوى السوق، لذا فإنه يمكن للهندسة المالية المساهمة في تطوير السياسات الضريبية المستعملة.

يحظى الإطار القانوني لأي سوق بأهمية كبيرة، فكلما زادت الأدوات المالية المستعملة تعقيدا، تصبح الاعتبارات القانونية أكثر تعقيدا هي الأخرى.[4] ويتيح الإطار القانوني والمحيط الضريبي العديد من الاختيارات الاستثمارية أمام المستثمرين، بحيث يختار كل مستثمر

---

[1]- إبراهيم سامي السويلم، "صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي"، مركز البحوث، شركة الراجحي للاستثمار، 2000، ص: 5، نقلا عن: عبد الكريم احمد قندوز، " الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية"،المؤتمر الدولي الخامس عشر حول "الأسواق المالية: الواقع و التحديات"، كلية الشريعة و القانون بمشاركة غرفة تجارة و صناعة دبي، جامعة الإمارات العربية لمتحدة، دبي، 6-8 مارس2007 ، ص: 3.

[2]- Perry H.beaumont, "Financial engineering principles", John wiley, Canada, 2004, p:241.

[3] - Idem, p:246.

[4]- Ibid, p: 248.

استراتيجية خاصة به، بناء على تفضيلاته وأيضا بالنظر إلى الخطر المحتمل والربح الممكن.إلا أنه مع كل هذه الأهمية، لا يمنح للإطار القانوني العناية اللازمة، لذا فإضافة الإطار القانوني إلى مجالات تدخل الهندسة المالية، يسمح بإنشاء أدوات واستراتيجيات في المجال القانوني تضمن تطور السوق واستمرارها.

2- رأس المال المخاطر: لمحة تاريخية، مفهومه ومؤسساته

يوصف رأس المال المخاطر بأنه أحد أهم إنجازات الهندسة المالية،[1] وفيما يلي لمحة تاريخية عن رأس المال المخاطر، مفهومه ومؤسساته.

2-1- لمحة تاريخية عن رأس المال المخاطر

تعود حرفة رأس المال المخاطر إلى عدة قرون، فقد ظهرت في نشاطات التجار المخاطرين في الشرق الأوسط خلال القرن الخامس عشر، إذ تميز هؤلاء التجار بالنشاط مما سمح لهم بعد مدة ببدء مشاريع تجارية، كما ظهر رأس المال المخاطر في شبه الجزيرة العربية قبل الإسلام.[2]

عرف المفهوم الحديث لرأس المال المخاطر بعد الحرب العالمية الثانية في الولايات المتحدة الأمريكية، من خلال أول مؤسسة رأس مال مخاطر، تم تأسيسها سنة 1946 في بوسطن (Boston) من طرف Karl Compton و George Doriot، والتي تحمل اسم "المؤسسة الأمريكية للبحث والتطوير" (ARD: American Research &Development Corporation)[3]، بهدف المساهمة في رأس مال المؤسسات الصغيرة المبتكرة، ثم تطور رأس المال المخاطر بعد 1950 نتيجة لظهور الصناعات الالكترونية بمنتجاتها الجديدة، حتى فترة السبعينيات كانت أغلب مؤسسات التمويل عن طريق رأس المال المخاطر عبارة عن مؤسسات مدرجة في سوق الأوراق المالية، لكن في بداية الثمانينيات، أصبحت مؤسسات رأس المال

---

[1]- Mansoor Durrani & Grahame Boocock, "Venture Capital, Islamic Finance and SMEs", Palgrave Macmillan, Great Britain, 2006, p: 36.

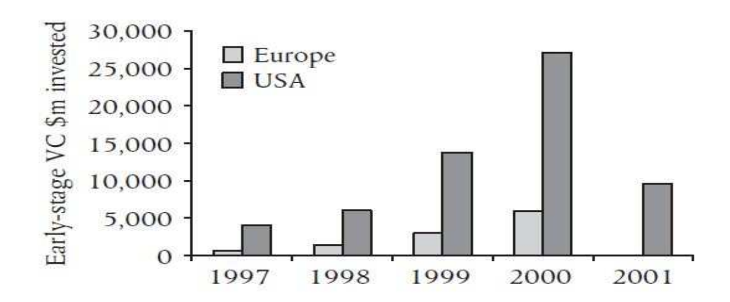
[2] - Idem, pp: 37-38.

[3] - Monder Cherif, "Le capital-risque", Revu.Banque Edition, Paris, 2008, p: 43.

المخاطر تحت الشكل القانوني لمؤسسة ذات مسؤولية محدودة (Limited Partnership) هي الغالبة بسبب الامتيازات الجبائية التي قدمت لها.[4]

في سنة 2000، عرف رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية دفعًا قويًا بسبب التطور التكنولوجي، التحكم في التضخم والتوسع الاقتصادي، ليبلغ أقصى مستوياته (الشكل رقم 01)، إلا أن أزمة سنة 2007 حالت دون بلوغ مستويات سنة 2000 مرة أخرى.[5]

الشكل رقم 01: استثمارات رأس المال المخاطر بالمليون دولار في ارو ربا والولايات المتحدة الأمريكية.



المصدر : Josepha Mc Cahery & Luc Renneboog, "Venture Capital Contracting and the Valuation of High-technology Firms", Oxford University Press Inc, United States, 2003, p: 141.

2-2- مفهوم رأس المال المخاطر

رأس المال المخاطر هو استثمار مرفق بدرجة عالية ومتغيرة من المخاطرة، يعتمد على مراحل الاستثمار في المؤسسة،[1] يقوم من خلاله المستثمرون بدعم المقاولين بالتمويل اللازم والمهارات الإدارية لاستغلال الفرص المتاحة في السوق، لأجل تحقيق أرباح على المدى البعيد،[2] وتعد مؤسسات رأس المال المخاطر وسيطًا بين مصادر التمويل (في الغالب مستثمرين مؤسساتيين) وشركات المقاولة التي تتميز بالنمو السريع والتكنولوجيا العالية[3] (انظر للشكل رقم 02).

الشكل رقم (02): الوساطة المالية لرأس المال المخاطر

مستثمرون مؤسساتيون
الأرباح
رأس المال
مؤسسة رأس المال المخاطر
السيولة، الدين، الضمانات...
رأس المال
شركة المقاولة

(4)- Jérôme Glachant & Jean-Hervé L... "Private equity et capitalisme français", La Documentation française, Paris, 2008, pp : 29-31.

(5)- Bernard Guilhon & Sandra ... Le capital-risque : ... financement de l'innovation", Lavoisier, Paris, 2008, pp: 26-43.

(1)- Richard Thompson &"Real Venture Capital : Building International Businesses", Palgrave Macmillan, China, 2008, pp: 12-17.

(2)- Mansoor Durrani & Grahame Boocock, 2006, Op-cit, pp: ...

(3)- Dougla... 2009, Op-cit, pp: 3-...

المصدر: Douglas J.Cumming & Sofia A. Johan, "Venture Capital and Private Equity Contracting An International Perspective", Elsevier Inc, United States, 2009, p: 4.

2-3- مؤسسات رأس المال المخاطر

يمكن تقسيم مؤسسات رأس المال المخاطر إلى صنفين:[1] مرتبطة أو مقيدة (captive) وغير مرتبطة (independent)، وقد سمحت قابلية تبني المسؤولية المحدودة كشكل قانوني، بنمو الصنف غير المرتبط لرأس المال المخاطر.

يؤدي صاحب رأس المال المخاطر دور شريك عام، يتخذ كافة القرارات المتعلقة بالاستثمار ويجري كافة الاتفاقيات مع المؤسسات المستثمر فيها، في حين يعتبر المستثمرون المؤسساتيون شركاء ذوي مسؤولية محدودة، يقومون بإيداع الأموال في مؤسسة رأس المال المخاطر، وعند بيع الاستثمارات، توزع الإيرادات عليهم، ويسمح لهم الشكل القانوني للشركة ذات المسؤولية المحدودة بالاستفادة من مزايا جبائية، في المقابل، يحصل الشريك العام على عمولات مقابل قيامه بالتسيير، فضلا عن الحق في المساهمة في الأرباح التي تحققها المؤسسات الممولة.

يطبق رأس المال المخاطر المرتبط من طرف فروع لمؤسسات مالية، غالبا ما تكون بنوكًا أو شركات تأمين. تعد العديد من المؤسسات المالية مؤسسات رأس مال مخاطر مرتبط، وهذا النوع عادة ما يكون غير محدود التمويل، لأنه يلجأ إلى المؤسسة الأم عند الحاجة إلى الأموال.

---

[1]- لمزيد من المعلومات انظر:

- Mansoor Durrani & Grahame Boocock, 2006, Op-cit, pp: 39-41.

- بريش السعيد، "رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة حالة شركة SOFINANCE"، مجلة الباحث، عدد05، ص ص: 7-14، 2007، ص ص:9-10.

بين رأس المال المخاطر المرتبط وغير المرتبط، توجد العديد من الأصناف الهجينة لمؤسسات رأس المال المخاطر التي تحصل على الأموال من المؤسسة الأم ومن مصادر أخرى.

تستثمر بعض رؤوس الأموال المخاطرة في مؤسسات من كافة الأحجام والقطاعات، لكن أغلب مؤسسات رأس المال المخاطر تستثمر فقط في مؤسسات ضمن مراحل وقطاعات خاصة، وعليه، يمكن تصنيف مؤسسات رأس المال المخاطر حسب مراحل حياة المؤسسة التي تستهدفها، فيأتي أولاً، رأس مال الإنشاء (seed capital)، الذي يهتم بالمؤسسات الجديدة التي تنشط في مجال البحث والتطوير، يليه رأس المال المخاطر بالمعنى الحقيقي (early stage financing)، وهو الأكثر انتشارا، ويشمل تشكيلة واسعة من رأس المال المخاطر المرتبط، الغير المرتبط والهجين، ويشير عادة إلى رؤوس الأموال المخاطرة التي تنشط بالقطاع الخاص لوحده، وأخيرا رأس مال التنمية (middle stage financing)، الذي يهتم بتمويل المؤسسات التي تملك منتجات في السوق، وتعرف مرحلة نمو سريع، هنا الخطر يصبح تجاريًا وحجم المبالغ المستثمرة يصبح أكبر.

3- علاقة رأس المال المخاطر بالنظريات المالية

يمكن ربط رأس المال المخاطر بنظرية الوكالة، الخطر المعنوي، الاختيار المعاكس والحوكمة.

3-1-نظرية الوكالة كإطار عام لرأس المال المخاطر[1]

يقود عدم تماثل المعلومات بين صاحب رأس المال المخاطر والمقاولين أو مسيري المؤسسات الممولة للحديث عن نظرية الوكالة، التي تقر بوجود فصل بين ملكية المؤسسة والرقابة على التسيير في المؤسسات الحديثة، بحيث الرئيس (المالك) يتحمل الخطر العام، لكن الوكيل (المسير) يوجه ويسير المؤسسة، وحتى يصرف الرئيس (المالك) الوكيل (المسير) عن الاهتمام بمصالحه الخاصة، تقوم مؤسسة رأس المال (الرئيس) بتحفيز الوكيل (مسير المؤسسة الممولة عن طريق رأس المال المخاطر) من خلال تمليكه جزء من المؤسسة أو منحه دخل متغير مرتبط بنسب أداء عالية.

---

(1) - Stefan Povaly, "Private Equity Exits", Springer, German, 2007, pp: 128-129.

هناك ثلاثة أنواع لعلاقة الوكالة في رأس المال المخاطر، أولا مؤسسة رأس المال المخاطر لها حافز لتفضيل مصالحها الخاصة على مصالح المستثمرين فيها، فهي تعد كوكيل بالنسبة للمستثمرين فيها. ثانيا، المقاول له حافز لتفضيل مصالحه الخاصة على مصالح مؤسسة رأس المال المخاطر، ومنه، يمكن اعتبار المقاول كوكيل لمؤسسة رأس المال المخاطر، ثالثا، يمكن أن يكون للمؤسسة رأس المال المخاطر أحيانا حافزًا لتفضيل مصالحها الخاصة على مصالح المقاول ومنه يمكن أن تكون كوكيل لهذا الأخير.

3-2-الخطر المعنوي

يصف الخطر المعنوي الظروف التي يقوم فيها الوكيل باستغلال معلومات لا يلحظها الرئيس (معلومات مخفية)، أو يقوم بأفعال لا يلحظها الرئيس (أفعال مخفية)، لكي يرفع من منفعته التي تنافي مصالح الرئيس، فإذا كان المستثمر هو الرئيس فهو يلاحظ نجاح المؤسسة في الأخير فقط لكنه لا يستطيع ملاحظة سلوك الوكيل بالكامل.[2]

يستطيع الرئيس ملاحظة الجهد الذي يقوم به الوكيل لكنه لا يستطيع التحقق منه، ومن غير الممكن إرغام الوكيل على القيام بجهد أكبر لكنه من الممكن تحفيزه على بذل جهد أكبر، في إطار التمويل عن طريق رأس المال المخاطر التحفيز جد مهم، لأن جهد صاحب رأس المال المخاطر والمقاول عبارة عن دالة متزايدة لمساهمتهما في الأرباح، وعدم القيام بالجهد اللازم يعرض مصالح كل منهما للخطر.[1]

3-3-الاختيار المعاكس

يشير الخطر المعنوي إلى مشكل الوكالة الذي يمكن أن يقع بعد إمضاء العقد بين الرئيس والوكيل (ex-post)، لكن مشكل الوكالة يمكن أن يوجد أيضا قبل إمضاء العقد (ex-ante)، يعرف هذا النوع من مشكل الوكالة بالاختيار المعاكس.

تعتبر عائدات المؤسسات الممولة عن طريق رأس المال المخاطر معرضة للخطر المعنوي، لأن نجاح هذه المؤسسات يعتمد على الجهد المبذول من طرف المقاول ورؤوس الأموال المخاطرة، لكن هذه العائدات معرضة أيضا للخطر عند التنازل عن الاستثمارات من طرف رؤوس الأموال المخاطرة، لأنه قد تملك مؤسسة رأس المال المخاطر معلومات لا تعكس

---

[2]- Idem, p: 130.

[1] - Douglas J. Cumming & Sofia A. Johan, 2009, Op-cit, pp: 35-36.

القيمة الحقيقية لهذه الاستثمارات، وهذا ما يجهله أصحاب هذه الاستثمارات أو المساهمون، لهذا من الضروري على مؤسسات رأس المال المخاطر تأسيس سمعة تصف سلوكها.[(2)]

3-4-حوكمة رأس المال المخاطر

كتكملة لنظرية الوكالة، تعبر حوكمة المؤسسات عن مصطلح يشمل كل الآليات التي من خلالها يطبق ملاك المؤسسة رقابة على التسيير لحماية مصالحهم الخاصة،[(3)] ويظهر أن هيكلة حوكمة المؤسسات أصبحت أكثر إتقانا نظرًا للزيادة الملحوظة في خطر الوكالة إضافة إلى الخطر المرتبط بالسوق.

يجب أن يعكس نظام الحوكمة بصفة مثلى الظروف التي تؤثر على مؤسسة معينة، كما يجب أن يضمن عمل المسيرين لمصلحة المساهمين ككل. في إطار رأس المال المخاطر، للمؤسسة رأس المال المخاطر الحق في رئاسة المجلس التنفيذي كما يمكنها استبدال المدير التنفيذي للمؤسسة في بعض الظروف.[(4)]

المحور الثاني: هندسة نموذج لسوق رأس المال المخاطر وإسهامات النموذج الإسلامي للرأس المال المخاطر

يعرض هذا المحور دور كل من قوى السوق والحكومة في هندسة سوق رأس مال مخاطر، كما يلقي الضوء على إسهامات رأس المال المخاطر الإسلامي في عملية الهندسة.

1- دور قوى السوق في بناء سوق رأس مال مخاطر: نموذج الولايات المتحدة الأمريكية

ظهرت سوق رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية، وتطورت نتيجة لقوى السوق، وليس نتيجة جهد خاص من طرف الحكومة لبناء هذه السوق.

1-1-المؤسسات ذات المسؤولية المحدودة (limited partnerships)

رأس المال المخاطر عبارة عن وسيط مالي بين مصادر التمويل والمقاولين، وعادة ما تأخذ مصادر التمويل الشكل القانوني لمؤسسة ذات مسؤولية محدودة، وهو الشكل الأكثر شيوعا في الولايات المتحدة الأمريكية،[(1)] ويمثل في جوهره عقدًا بين المستثمرين المؤسساتيين الذين

---

(2) - Stefan Povaly, 2007, Op-cit, pp: 130-132.
(3)- Mansoor Durrani & Grahame Boocock, 2009, Op-cit, p: 58.
(4)- Idem, p: 58.

(1)- Ronald J. Gilson, "Engineering a venture capital market: lessons from the American experience", Working Paper, November 2002, http://ssrn.com/abstract_id=353380, 14/12/2010, pp: 7-8.

يصبحون شركاء محدودي المسؤولية (صناديق التقاعد، البنوك، شركات التامين...) ومسير مؤسسة رأس المال المخاطر، الذي يعد الشريك العام (الذي يتحمل المسؤولية الكاملة لتسيير المؤسسة) ،[2] يساهم الشريك العام في مؤسسة رأس المال المخاطر بالتسيير، ويحصل على عمولات مقابل خدماته، في حين العائد الأساسي للشريك العام يتمثل في حق الحصول على نسبة معينة من أرباح الشركاء محدودي المسؤولية.

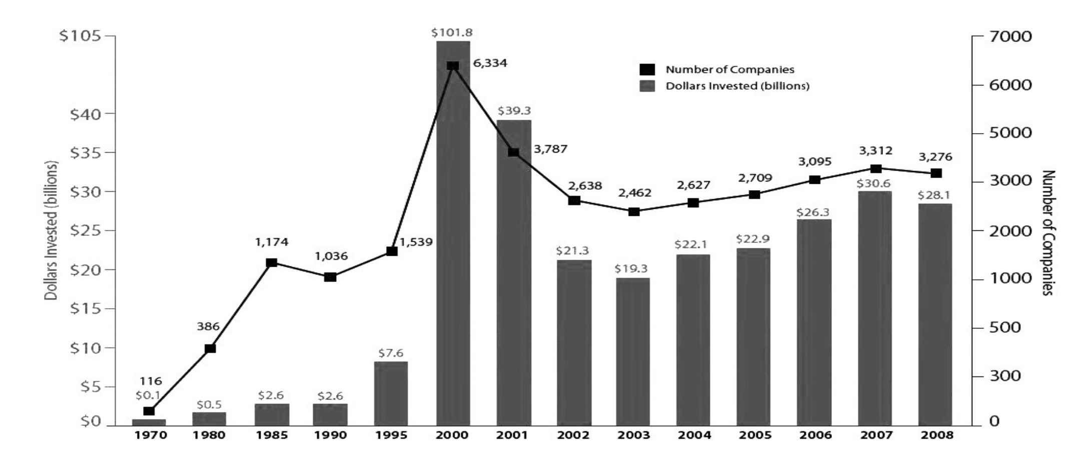
1-2-واقع حرفة رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية

في أواخر سنة 1970، استثمرت الولايات المتحدة الأمريكية ما يقارب 456 بليون دولار في أكثر من 27.000 مؤسسة، ورغم فشل العديد من هذه المؤسسات استطاعت مؤسسات أخرى (Genentech، eBay،Intel...) تطوير صناعات جديدة، وبعد عدة سنوات انفجرت الفقاعة سنة 2000، وفي السنوات الأخيرة أصبح نمو حرفة رأس المال المخاطر أكثر ثباتا، مع استثمار أصحاب رؤوس الأموال لــ 20 حتى 30 بليون دولار سنويا.[3]

أصبح من الواضح أنه لا يمكن الوصول إلى مستويات أعلى لاستثمارات رأس المال المخاطر دون وجود قطاع صناعي، وقد ظهرت مجموعة من الإبداعات الواعدة على مستوى قطاع تكنولوجيا الطب والإعلام الآلي، ويتوقع استمرار نمو استثمارات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية لتجلب معها مداخيل أكثر، فمقابل كل دولار مستثمر في الفترة 1970-2008، هناك 6.36 دولار من الدخل سنة 2008، وفي سنة 2008 يوجد منصب عمل مقابل كل 37.702 دولار من رأس المال المخاطر المستثمرة في الفترة 1970-2008.[1]

الشكل رقم (03): استثمارات رأس المال المخاطر في الولايات المتحدة الأمريكية خلال الفترة 1970-2008

[2]- Douglas J. Cumming & Sofia A. Johan, 2009, Op-cit, pp: 93-94.
[3]- National Venture Capital Association,"venture impact: The Economic Importance of Venture Capital-Backed Companies to the U.S. Economy", Fifth Edition 2009,www.ihsglobalinsight.com, 13/12/2010, p: 9.
[1]- National Venture Capital Association, 2009, Op-cit, p: 10.



المصدر: National Venture Capital Association, 2009 , Op-cit, p: 10.

2- دور الحكومة في هندسة سوق رأس مال مخاطر: تجربة تايوان

وعي الدول اتجاه إسهامات سوق رأس المال المخاطر في الاقتصاد، جعل العديد من هذه الدول تبحث عن إنشاء سوق رأس مال مخاطر خاصة بها، لكن من الممكن أن تواجه هذه الدول العديد من العراقيل، التاريخية، السياسية، الاقتصادية والقانونية. وحتى تقوم الحكومة بتنشيط هذه السوق، هناك ثلاثة مدخلات أساسية ضرورية لعملية الهندسة:[2] رأس المال، وسطاء ماليين مختصين ومقاولين، وتظهر التجربة التايوانية عملية معالجة هذه المدخلات.

2-1-كيفية معالجة الحكومة التايوانية لمدخلات عملية هندسة سوق رأس مال مخاطر

تقدم التجربة التايوانية مثالاً جيدًا لنموذج تبذل فيه الحكومة جهودًا لهندسة سوق رأس مال مخاطر، حيث تعهدت الحكومة بإنشاء مدخلين أساسيين الوسطاء الماليين ورأس المال المستثمر، حيث قامت بتقديم إطار قانوني قبل تأسيس مؤسسات رأس المال المخاطر، كما سمحت لهذه المؤسسات بالحصول على الأموال اللازمة من خلال إنشاء مؤسسة حكومية مختصة في الاستثمار في رأس المال المخاطر،[1] وأيضا من خلال تقديم حوافز ضريبية، لزيادة اهتمام القطاع الخاص باستثمارات رأس المال المخاطر.[2]

سمحت جهود الحكومة لإنشاء وسطاء ماليين ببروز المقاول التايواني، هذا الأخير الذي يعتبر وجوده نتيجة لسياسات حكومية، طبقت لعدة سنوات قبل إنشاء سوق رأس مال مخاطر،

---

[2]- Ronald J. Gilson, 2002, Op-cit, p: 4.

[1] - Christopher Gulinello, "Engineering a venture capital market and the effects of government control on private ordering: lessons from the Taiwan experience", The Geo. Wash. Int'l L. Rev, pp.845-883, 2005, pp : 880-883.

[2] – Pandey & Angela Jang, "Venture capital for financing technology in Taiwan", Technovation. Vol. 16 no. 9, 499-514, Great Britain, 1996, p: 512.

فضلا عن الوجود المسبق للقطاع التكنولوجي في تايوان، مما سمح للأفراد أصحاب الخبرة بتأدية دور مقاولين، مستثمرين أو مسيرين لمؤسسات رأس المال المخاطر.

تسمح التجربة التايوانية بمعرفة الإجراءات اللازمة للتأثير على سوق رأس المال المخاطر ومراقبتها، ولعل أهمها الحوافز التي منحت للمستثمرين والمسيرين من حرية في اختيار استثماراتهم وتنشيطها، ويكمن التحدي عند عملية الهندسة في مراقبة وتوجيه السوق لخدمة أهداف السياسة الحكومية.

2-2-واقع سوق رأس المال المخاطر في تايوان

يعد نموذج سوق رأس المال المخاطر لتايوان من أكثر نماذج الهندسة لسوق رأس المال المخاطر نجاحا في العالم، ففي أواخر 1983، لم يكن هناك وجود لرأس المال مخاطر في تايوان، لكن في أواخر 1990، صارت سوق رأس المال المخاطر في تايوان قوة متكاملة تعمل على ترقية الصناعات التكنولوجية، وإمداد المؤسسات التايوانية بالتمويل اللازم، ومن الواضح أن التايوانيين قد نجحوا في هندسة سوق رأس مال مخاطر، وتحليل محاولتهم في هندسة ومراقبة هذه السوق يسمح بفهم دور التفاعل بين الرقابة وسلطة اتخاذ القرار في هندسة سوق رأس مال مخاطر.(3)

وفقا لإحصائيات جمعية رأس المال المخاطر بتايوان (Taiwan Venture Capital Association)، يوجد أكثر من 199 مؤسسة رأس مال مخاطر في تايوان قبل 2005، ومجموع أموالها المستثمرة يفوق 4660 مليون دولار أمريكي. لذا فهذه المؤسسات جد مهمة لتطوير الصناعات التكنولوجية في تايوان(4).

كما يتضح من الجدول (1)، فإن عدد المؤسسات الممولة عن طريق رأس المال المخاطر في ارتفاع، لكن بمعدل أقل في سنوات 2005، 2006 و2007.

الجدول رقم (1): عدد مؤسسات رأس المال المخاطر وحجم استثماراتها في تايوان 1998-2007

الأصول	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
مجموع مؤسسات رأس المال المخاطر	114	160	192	199	217	240	259	268	270	272

(3)-Christopher Gulinello, 2005, Op-cit, pp : 848-849.
(4) - Chaang-Yung Kung & Kun-Li Wen, "Applying Grey Relational Analysis and Grey Decision-Making to evaluate the relationship between company attributes and its financial performance—A case study of venture capital enterprises in Taiwan", Decision Support Systems 43. 842–852, 2007, www.sciencedirect.com, 15/12/2010, p: 842.

2	2	9	19	23	18	7	32	46	38	**المؤسسات الجديدة في السنة**
12174	11200	10295	9782	8719	7560	6957	6343	4493	2994	**العدد الإجمالي للإستثمارات**
2244.36	2038.2	1880.7	1772.1	1619.4	1454.0	1336.6	1255.1	947.1	651.1	**المبلغ الإجمالي المستثمر في السنة (NT$100M)**

المصدر: Taiwan Private Equity And Venture Capital Association, www.tvca.org،14/12/2010.

3- النموذج الإسلامي لسوق رأس المال المخاطر

يرتبط رأس المال المخاطر بمخاطرة عالية، وتتضمن المخاطرة الرغبة في الالتزام بعمل قد يؤدي إلى ربح أو خسارة.

3-1-دوافع البحث عن إطار عام لرأس مال مخاطر إسلامي

رغم قدم الصناعة الإسلامية، إلا أنها لم ترتبط بالتطور الاقتصادي مثل ما هو الحال مع رأس المال المخاطر، فالإبداع في الأدوات المالية الإسلامية قليل جدا، إذ حوالي 65% من التمويل الإسلامي الحالي عبارة عن مرابحة (أداة دين إسلامية تستعمل لشراء أصول حقيقية بالبيع المقدم مع نسبة ربح ثابتة).[1]

هناك سببان أساسيان يدفعان للبحث عن الإطار العام للرأس المال المخاطر الإسلامي، الأول، يتمثل في الحالة الاقتصادية للعالم الإسلامي، فضلاً عن إسهامات رأس المال المخاطر والتي سبق وأن تمت الإشارة إليها من خلال هذه الورقة البحثية، والسبب الثاني هو أصول تقنية رأس المال المخاطر في التمويل الإسلامي، خاصة من خلال مفهوم المضاربة والمشاركة. [2]

3-2-تطبيق المشاركة والمضاربة في مفهوم رأس المال المخاطر[1]

[1] - Mansoor Durrani & Grahame Boocock, 2006, op-cit, pp : 159- 163.

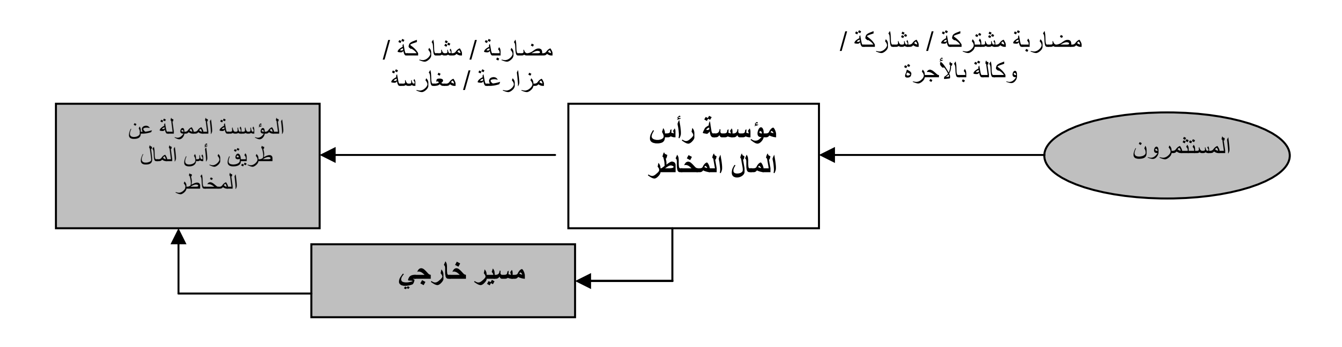
[2] - Idem, pp : 159- 163.

[1]ــ أنظر:

- Abdullaah Jalil, 2005,Op-cit, pp : 7-9.
- Tariq Al-Rifai & Aamir Khan, "The Role of Venture Capital in Contemporary Islamic Finance", working paper, 2000, pp: 8-10.

رأس المال المخاطر في مفهومه التقليدي، قريب جدا من مفهوم اشتراك الربح والخسارة في الاقتصاد الإسلامي. والشكل (4) يوضح تطبيق العقود الإسلامية الأساسية في إطار رأس المال المخاطر.

الشكل رقم (4): تطبيق العقود الإسلامية في إطار رأس المال المخاطر



المصدر: Abdullaah Jalil," Islamic Venture Capital: A New Source of Islamic Equity Financing", Seminar Ekonomi dan Kewangan Islam, ESSET. Bangi, 29-30 August 2005, p: 7.

من خلال الشكل أعلاه يظهر أن العلاقة بين مؤسسة رأس المال المخاطر والمستثمرين يمكن أن تكون عن طريق المضاربة المشتركة، أو المشاركة، أو الوكالة بالأجرة أو مزيج من هذه العقود الثلاثة. وفي حالة العلاقة بين مؤسسة رأس المال المخاطر والمؤسسة المستفيدة من التمويل، يمكن استعمال عقد المشاركة (العنان)، والذي يتضمن المساهمة بالأموال و/أو العمل والمهارة و/أو السمعة (الوجوه)، بالإضافة إلى بعض الشروط اللازمة لتكون هذه العقود مطابقة للشريعة الإسلامية، كطبيعة الاستثمار وطريقة الاستثمار التي يتم تبنيها من قبل مؤسسة رأس المال المخاطر، فضلا عن الشروط والضوابط المتفق عليها بين مؤسسة رأس المال المخاطر والمؤسسة المستفيدة من لتمويل، والتي يجب احترامها.

يدخل عقد الوكالة بالأجر في مفهوم رأس المال المخاطر، عند لجوء مؤسسة رأس المال المخاطر إلى مسيرين/مؤسسات خارجية (عادة ما يكون هؤلاء عبارة عن مختصين في القطاع المستثمر فيه)، وذلك من أجل مساعدة وإرشاد المؤسسة المستفيدة من التمويل.

كما يمكن استعمال عقود إسلامية أخرى، عندما تكون المؤسسة الممولة عن طريق رأس المال المخاطر تنشط في القطاع ألفلاحي، كعقود المزارعة والمغارسة.

المحور الثالث: متطلبات هندسة نموذج لسوق رأس مال مخاطر

يعرض المحور أهمية الإطار القانوني ودور كل من النموذج الإسلامي والحكومة في عملية هندسة سوق رأس مال مخاطر.

1- النظام القانوني

في دراسة قام بها Kuntara Pukthuanthong، Dolruedee Thiengtham، وThomas Walker [1] حول العلاقة بين الأنظمة القانونية للدول وتطورها المالي، لمحاولة معرفة لماذا أسواق رأس المال المخاطر متطورة في بعض الدول الأوربية في حين تبقى ضعيفة في الدول الأخرى، وذلك من خلال التركيز على مجموعة من المؤسسات الأوربية التي تعمل في سوق رأس المال المخاطر، باعتبار رأس المال المخاطر هو الذي يمهد الطريق للمؤسسات الصغيرة التي تشكل جزء هامًا من التطور المالي للدول. وقد اعتمدت الدراسة على قاعدة بيانات للفترة 1995-2005. تحت فرضية أن استقلال السلطة القضائية، وجود نظام قانوني متكيف، وعقود مالية فعلية، عوامل توفر الخلفية الضرورية لرؤوس الأموال المخاطرة من أجل تمويل المؤسسات ذات المخاطرة العالية.

أثبتت نتائج الدراسة أن هناك ارتباطًا ايجابيًا بين القانون العام وسوق رأس المال المخاطر المزدهرة في بريطانيا، كما أثبتت أن وجود نظام قانوني مرن ومستقل ضروري لهندسة سوق رأس مال مخاطر.

2- دور رأس المال المخاطر الإسلامي

بعض الأدوات المالية المستعملة في عمليات سوق رأس المال المخاطر غير موافقة للشريعة الإسلامية، لكن هناك بدائل يمكن استعمالها من طرف أصحاب رؤوس الأموال المخاطرة المسلمين، كما أن هناك تطويرًا لأدوات مالية إسلامية جديدة، وهذا من شأنه أن يجلب اهتمام هذه الفئة من المستثمرين، ليظهر بذلك دور رأس المال المخاطر الإسلامي في عملية الهندسة من خلال جلب المقاولين المسلمين.

3- دور الحكومة

---

(1)- Greg N. Gregoriou & Maher Kooli, Roman Kraeussl, "Venture Capital in Europe", Elsevier Inc, Great Britain, 2007, pp: 33-48.

من خلال النموذج الأمريكي، يظهر أنه بدل تدخل الحكومة، من الأفضل أن تعتمد على عدد من الممولين المحترفين، وبذلك تأخذ العقود في السوق النمط الأمريكي، أي الحاجة إلى مستثمرين غير حكوميين، وبهذا تستطيع مؤسسات رأس المال المخاطر المنتقاة البحث عن مستثمرين واعدين.[1] ضرورة الخروج من الاستثمار التي تمليها طبيعة الاستثمار عن طريق رأس المال المخاطر، تمكن الحكومة من الدخول كمستثمر غير فعال، مما يسمح لها بتقديم التمويل لسوق رأس المال المخاطر الجديدة.

تسمح التجربة التايوانية بالتأكيد على أنه يجب على الحكومة ضمان أن تدخلها في السوق يضمن التحفيز اللازم لاختيار ومراقبة الاستثمارات، فضلا على أن التأثير على السوق يفرض على الحكومة دعم تكاليف التبادل المرتبطة بتدخلها للتأثير والرقابة، وقد أثبتت التجربة التايوانية أيضا أن رأس المال المخاطر أداة للسياسة الهادفة لتنشيط قطاع الصناعات التكنولوجية.[2]

الخاتمة

تسمح الهندسة المالية بتصميم، تطوير وتنفيذ أدوات مالية، عقود واستراتيجيات، كما يمكنها التأثير على المحيط السوقي من خلال تطوير سياسات ضريبية واستراتيجيات قانونية تسمح بتطور السوق واستمرارها.

يوصف رأس المال المخاطر بأنه أحد أهم إنجازات الهندسة المالية، ظهر وتطور بمفهومه الحديث في الولايات المتحدة الأمريكية، ويعنى بتمويل الاستثمارات المرفقة بدرجة عالية من المخاطرة، يقوم من خلاله المستثمرين بدعم المقاولين بالتمويل اللازم والمهارات الإدارية، وتتميز العلاقة التعاقدية بين مؤسسات رأس المال المخاطر، المستثمرين والمقاولين، بعدم تماثل المعلومات، مما يدفع للحديث عن نظرية الوكالة والمشاكل التي يمكن أن تقع قبل إمضاء العقد وبعده، ومنه، ضرورة حوكمة رأس المال المخاطر، وعلى نظام الحوكمة أن يعكس بصفة مثلى الظروف التي تؤثر على مؤسسة رأس المال المخاطر.

لضمان نجاح عملية هندسة سوق رأس مال مخاطر، يجب النظر في مختلف التجارب والنماذج السابقة لاستخلاص أهم الدروس، ويعد النموذج الأمريكي النموذج الجدير بالدراسة،

---

(1)- Ronald J. Gilson, 2002, Op-cit, pp: 46-47.
(2) Christopher Gulinello, 2005, Op-cit, pp: 882-883.

بسبب النجاح الذي حققته سوق رأس المال المخاطر الأمريكية فضلا عن كونها الأولى من حيث الظهور، كما تعد التجربة التايوانية من أنجح نماذج الهندسة في العالم، بفضل الجهود التي قامت بها الحكومة التايوانية من خلال التنشيط والرقابة.

يعد رأس المال المخاطر في مفهومه التقليدي قريبًا جدا من مفهوم اشتراك الربح والخسارة في الاقتصاد الإسلامي، لذا فهناك العديد من العقود الإسلامية التي يمكن تطبيقها في سوق رأس المال المخاطر.

البحث في مختلف التجارب والنماذج، يسمح بتحديد أهم متطلبات عملية الهندسة، فوجود نظام قانوني مرن ومستقل، يعد أحد أهم هذه المتطلبات، ومقارنة النموذج الإسلامي لرأس المال المخاطر بمختلف النماذج الأخرى يبرز دوره في عملية الهندسة، من خلال جلب فئة المقاولين المسلمين، وباعتبار الحكومة المسؤولة عن عملية الهندسة، فتدخلها يعد ذا أهمية كبيرة، من خلال التحفيز، التنشيط والرقابة.

المراجع

1- بريبش السعيد، "رأس المال المخاطر بديل مستحدث لتمويل المؤسسات الصغيرة والمتوسطة في الجزائر دراسة حالة شركة SOFINANCE "، مجلة الباحث، عدد05، ص ص: 7-14،2007.

2- السويلم سامي إبراهيم ، "صناعة الهندسة المالية: نظرات في المنهج الإسلامي"، مركز البحوث، شركة الراجحي للاستثمار، 2000، ص: 5، نقلا عن: عبد الكريم احمد قندوز، " الهندسة المالية الإسلامية: دورها في إنشاء وتطوير السوق المالية الإسلامية وإمدادها بالأدوات المالية الشرعية"، المؤتمر الدولي الخامس عشر حول"الأسواق المالية: الواقع و التحديات"، كلية الشريعة و القانون بمشاركة غرفة تجارة و صناعة دبي، جامعة الإمارات العربية لمتحدة، دبي، 6-8 مارس، 2007.

3- Al-Rifai Tariq & Aamir Khan, "The Role of Venture Capital in Contemporary Islamic Finance", working paper, 2000.

4- Cherif Monder , "Le capital-risque", Revu Banque Edition, Paris, 2008.

5- Glachant Jérôme & Lorenzi Jean-Hervé , Philippe Trainar, "Private equity et capitalisme français", La Documentation française. Paris, 2008.

6- Guilhon Bernard & Montchaud Sandra , "Le capital-risque : mécanisme de financement de l'innovation", Lavoisier, Paris, 2008.

7- Gulinello Christopher, "Engineering a venture capital market and the effects of government control on private ordering: lessons from the Taiwan experience", The Geo. Wash. Int'l L. Rev, pp.845-883, 2005.

8- H.beaumont Perry , "Financial engineering principles", John wiley, Canada, 2004.

9- J. Cumming Douglas & A. Johan Sofia, "Venture Capital and Private Equity Contracting An International Perspective", Elsevier Inc, United States, 2009.

10- J. Gilson Ronald , "Engineering a venture capital market: lessons from the American experience", Working Paper, November 2002, http://ssrn.com/abstract_id=353380. 14/12/2010.

11- Jalil Abdullaah , "Islamic Venture Capital: A New Source of Islamic Equity Financing", Seminar Ekonomi dan Kewangan Islam, ESSET. Bangi, 29-30 August 2005.

12- Kung Chaang-Yung & Wen Kun-Li, "Applying Grey Relational Analysis and Grey Decision-Making to evaluate the relationship between company attributes and its financial performance: A case study of venture capital enterprises in Taiwan", Decision Support Systems 43. 842–852, 2007, www.sciencedirect.com.14/12/2010.

13- Mansoor Durrani & Grahame Boocock, "Venture Capital, Islamic Finance and SMEs", Palgrave Macmillan, Great Britain, 2006.

14- Mc Cahery Josepha & Luc Renneboog, "Venture Capital Contracting and the Valuation of High-technology Firms", Oxford University Press Inc, United States, 2003.

15- N. Gregoriou Greg & Kooli Maher & Roman Kraeussl, "Venture Capital in Europe", Elsevier Inc, Great Britain, 2007.

16- National Venture Capital Association,"venture impact: The Economic Importance of Venture Capital-Backed Companies to the U.S. Economy", Fifth Edition 2009, www.ihsglobalinsight.com.14/12/2010.

17- Pandey & Angela Jang, "Venture capital for financing technology in Taiwan", Technovation. Vol. 16 no. 9, 499-514, Great Britain, 1996.

18- Povaly Stefan , "Private Equity Exits", Springer, German, 2007.

19- Taiwan Private Equity And Venture Capital Association, www.tvca.org, 14/12/2010.

20- Thompson Richard , "Real Venture Capital : Building International Businesses", Palgrave Macmillan, China, 2008.